



# 巴菲特 也 会 错

你所不知道的  
10个巴菲特



# 目录

## Content

- [第1节：永远不要与股票联姻](#)
- [第2节：巴菲特与企业联姻\(1\)](#)
- [第3节：巴菲特与企业联姻\(2\)](#)
- [第4节：巴菲特与企业联姻\(3\)](#)
- [第5节：大多数投资者只与股票约会](#)
- [第6节：关键在于是否有操控权\(1\)](#)
- [第7节：关键在于是否有操控权\(2\)](#)
- [第8节：关键在于是否有操控权\(3\)](#)
- [第9节：PIPE之梦\(1\)](#)
- [第10节：PIPE之梦\(2\)](#)
- [第11节：充分了解巴菲特，但要认清现实\(1\)](#)
- [第12节：充分了解巴菲特，但要认清现实\(2\)](#)
- [第13节：无选择权的巴菲特\(1\)](#)
- [第14节：无选择权的巴菲特\(2\)](#)
- [第15节：股票期权值多少\(1\)](#)
- [第16节：股票期权值多少\(2\)](#)
- [第17节：股票期权值多少\(3\)](#)
- [第18节：股票期权值多少\(4\)](#)
- [第19节：真正的问题在于滥用期权\(1\)](#)
- [第20节：真正的问题在于滥用期权\(2\)](#)
- [第21节：真正的问题在于滥用期权\(3\)](#)
- [第22节：真正的问题在于滥用期权\(4\)](#)
- [第23节：请为我们提供盈利指导\(1\)](#)
- [第24节：请为我们提供盈利指导\(2\)](#)
- [第25节：着眼于长线投资](#)
- [第26节：最恨莫过于波动\(1\)](#)
- [第27节：最恨莫过于波动\(2\)](#)
- [第28节：用事实说话\(1\)](#)
- [第29节：用事实说话\(2\)](#)
- [第30节：伯克希尔无指导\(1\)](#)

- [第31节：伯克希尔无指导\(2\)](#)

## 第1节：永远不要与股票联姻

ada

永远不要与股票联姻

无论价格如何，我们都无意卖掉伯克希尔所拥有的优秀企业。同样，我们也不情愿卖掉任何次等企业，只要它们至少还能为我们带来一些现金收入，只要我们对它们的管理层和劳资关系还感到满意。

——沃伦·巴菲特

当提起沃伦·巴菲特时，人们总是对他赞赏有加，比如“巴菲特是个天才”，还有“巴菲特是迄今为止最出色的投资者”，等等。甚至，有人会称他为“选股高手”。

然而，巴菲特却对此不置可否，尤其是对“选股高手”这一评价。这并不是因为他在选股方面做得不好，实际上，很多时候他都做得相当出色。他的否认也不是由于他那广受赞誉的谦逊。其真正的原因在于，巴菲特认为选股和投资没有很大的关系。实际上，他认为真正的投资是购买企业，而并非选股。

## **第2节：巴菲特与企业联姻(1)**

### 巴菲特与企业联姻

结婚是一项重要的承诺。爱情是一桩成功婚姻的必要条件，但是仅有爱情是远远不够的。在步入婚姻殿堂之前，你应该尽可能去了解你将与之结合的那个人的一切。比如你们两人能否合得来且彼此信任，是否可以共筑家庭，进而抚育后代，是否了解对方的宗教信仰、教育背景以及经济状况，等等，这些都是需要考虑的因素。毕竟，婚姻是一项长期的承诺。既然没有人能给你打包票，你也不能百分之百地确信婚姻一定成功，那你就应该在与共结连理之前，尽量减少做出一个错误决定的可能性。

而且，一旦结了婚，你就不能因为遇到了一个更帅或者更漂亮的人而抛弃另一半，也不能因为一些争论就轻言放弃。当然，如果确实存在明显的不能调和的矛盾，那离婚总不失为一个选择。但是离婚总是麻烦重重，而且花费也很高，所以千万不要轻易做出这样的决定。离婚应该是万般无奈后最终的诉求，它绝不是当你严肃考虑一桩婚姻时应该想到的第一件事。

在沃伦·巴菲特看来，购买一家企业就像是与它联姻。当然，区别在于他只能有一个妻子，但只要能力允许，他可以同时拥有多家企业。然而，每家企业对巴菲特来说都像是做出了一项重要承诺。这就是为什么他只购买优质企业，并计划长期持有。所有巴菲特的真正追随者都知道这是他的制胜法宝。

事实上，巴菲特屡次提出购买企业和购买股票之间的区别。他主张投资者应该更像一个企业购买者而非股票投机者那样思考问题。他同时还指出，当优秀企业的经营面临问题时，投资者也应该坚持持有，就好像是维持一桩好的婚姻那样要能同甘共苦。巴菲特说他绝不会因为卖价高出内在价值很多就出售手中的优秀企业。但最令人不解的还是他对于现在手中持有的业绩不佳的企业态度。他绝不会再追

加投资，可能会后悔当初的购买决定，但他还是极其不情愿卖掉它们。这一点在伯克希尔的《所有者手册》（**Owner's Manual**）的第11条中有清楚的阐释（每年的年度报告中都有陈述）：

你们必须明了查理和我共有的一种有损于我们理财业绩的态度：无论价格如何，我们都无意卖掉伯克希尔所拥有的优秀企业。同样，我们也不情愿卖掉任何次等企业，只要它们至少还能为我们带来一些现金收入，只要我们对它们的管理层和劳资关系还感到满意。我们希望资产配置上的失误不会再次上演，这些失误使我们购入了一些次等企业。并且，对于用大笔资金的支出来恢复那些业绩不佳的公司的盈利能力的这类建议，我们慎之又慎。（那些方案表面上很出彩，建议者也是诚心诚意，但到了最后，对江河日下的企业进行大笔额外的投资，就如同在流沙中挣扎那样于事无补。）然而，金罗美式（**Gin Rummy**）的管理行为（每次都抛售你手中最没前途的企业）并不是我们的风格。我们宁可让总的收益略受损失，也不愿意采取这种方式。

### 第3节：巴菲特与企业联姻(2)

这对投资专家来说很不可思议，因为它根本不合理，也完全有悖于财富最大化(Wealth Maximization)的理念。一般的投资者会迫切希望能高价卖出手里的股票，并且会很乐意甩掉那些收益不佳的股票。令人惊讶的是巴菲特完全意识到了这一点，但还是开放地接受了那些明知不利于股东的企业。然而，就有史以来能够长期带给股东最大收益的投资者来看，巴菲特认第二，可能还没人敢认第一。

该怎么解释这种看似不合理的现象呢？这很大程度上决定于巴菲特对于购买企业和购买股票做出的区别。很多投资者并不理解这一关键区别。毕竟，它听起来有点荒谬。因为要想拥有一家企业，你必须购买那家企业的股票，股票与股权相联系，而谁拥有企业的股权就等于拥有了这家企业。

但在巴菲特看来，这种差别在于你应承担的商业承诺的大小。购买一家企业意味着你要给予严肃的承诺，而购买股票则几乎不需要承诺什么。下面这种方法可以帮助你理解这种差异。如果你对一家企业的投资在你的净资产(net worth)中占有很大的比例，那不论你是收购了整个企业还是只购买了它一小部分的股权，你都会对企业的成功与否给予极大的关注，并承担很大的商业承诺。相反，如果你拥有的股权只占你净资产的一小部分，那你对此应承担的承诺就很小。如果你对该企业的管理方式等感到不满意，那你只需承担部分损失，就可以退出投资，而且当你卖掉手中持有的股票时你甚至可以获得很高的纳税利益(tax benefit)。

伯克希尔·哈撒韦惯于收购整家企业或是至少拥有企业的大部分股权。其实巴菲特的意思是，就算你的经济能力不允许你像伯克希尔那样投资，你也应该至少将自己想象成一个企业购买者，而并非只是股票购买者。你应当有承担实际资本(real capital)的意识。在承担任何资本之前，一个企业收购者首先要做一些调查——这在投资业中称为

审查评鉴(due diligence)。一个精明的企业购买者是不会在短期内抛售手中的股票的。的确，巴菲特说过当他做一项投资时，他甚至都没想过任何退出策略。伯克希尔·哈撒韦公司，《2005年年度报告》，第6页。而且就算是做了周密退出策略的企业购买者，他们的计划投资期限也是好几年。

## 第4节：巴菲特与企业联姻(3)

跟你在结婚之前一样，在购买一家企业之前，你应该尽一切可能去了解它。它生产什么样的产品？提供什么样的服务？它最主要的供应商和消费者是谁？总的市场有多大？它的市场是在不断成长，还是停滞不前？它的市场占有率（**market share**）有多大？它的管理层是否能干，可不可以信赖，在企业重组后是否还愿意留下？重要的员工都是哪些人，他们能力如何，是否积极向上，对公司忠诚吗？公司的财政状况稳定吗，或者遇到重大难关时是否会因为负债累累而使公司陷入财务危机呢？企业的主要效绩指标（**key metrics**）是什么？边际利润率（**profit margin**）、股本回报率（**return on equity**）以及账面价值（**book value**）都是怎样的？

这都是巴菲特在进行一项大投资之前会考虑的问题，他总是对要投资的对象做长时间的研究。那些一门心思想做快速交易的投资者不需要考虑这么多的问题，但这对长期型投资者却很重要。就像婚姻一样，企业购买者想与企业缔结一份不易解开的姻缘。

当你进行一项投资时最好是将自己想象成一个企业购买者，你要意识到你是一个真正的企业拥有者。企业购买者（不同于股票投机者）绝不会因为企业有一个季度未达到预期收益而造成股票有暴跌的趋势就匆匆将它抛售。同样地，企业购买者也绝不会因为股价的突然飙升导致利润增长比预期的要快就卖掉它快速获得利润。这就是为什么巴菲特说即使他不能从中获得更多价值也绝不卖掉一个优秀的企业，而且只要业绩不佳的企业还能产生一定收益，也不会将它卖掉。

## **第5节：大多数投资者只与股票约会**

大多数投资者只与股票约会

约会和结婚完全是两码事。你可能会觉得自己恋爱了，但还不能真正确定心里的感受，所以你们想花更多的时间待在一起，却没有必要一定维持长久的关系。你可能会想承担一些责任，但还没有准备好做出重要的承诺。最重要的是，你有完全自主的选择权，以便万一遇到更好的人选。如果你们仅仅是约会，事情搞砸了，分手很容易，完全不会有离婚那么麻烦，也不用支付高额的费用。

如果说企业购买者是以结婚的方式看待投资的话，那么股票购买者想的只是与股票约会。实际上有这么一句华尔街名言：“永远不要与股票联姻。”那些购买股票的投资者总是把这句话铭记于心。

股票购买者并不愿意像企业购买者那样做出什么承诺，购买股票与购买企业不同，它需要进行很多次交易。股票购买者不希望将自己大部分的资产押在一根桩上，也没有想过要永远抱持股票。当遇到合适的机会，他们会很乐意抛售手中持有的股份。巴菲特可能对此抱有不同的看法，但实际上比起企业购买者，一般的投资者只能用股票购买者的方式思考问题。毕竟以一般人的财力只能购买一家公司的几手或几百手股票，这样并不能使他们像巴菲特那样对公司造成任何大的影响，而且一般投资者不会与一家企业长期共患难。

与购买企业不同，价格是股票购买者首先要考虑的问题。很明显，最好是能低价买入，但也不排斥高买高卖。像市场占有率、管理层的质量、边际利润率以及股本回报率这些在计划长期持股的企业购买者看来很重要的问题，对于短期持股的股票购买者来说都不是很重要。但熟悉熟悉这些基本因素也不错，虽然它们不能左右你的投资决定。

股票购买者知道如果一只股票的卖价低于其内在价值，那当然会考虑购买它。巴菲特同样有这样的想法。但是与企业购买者不同，那

些股票购买者满脑子想的是怎样把手中的股票卖出去，对他们来说卖出和买入一样重要。他们清楚如果一只股票可以被低估的话，那它同样也会被高估。如果能以低于内在价值的价格将它们买入，然后再以高于内在价值的价格卖出是最好不过了。巴菲特对此也了然于胸，但他更喜欢与企业“联姻”，而不喜欢卖出所持有的股票。在此章前面的部分我们提到，如果能为自己带来更多收益，他绝不会卖掉手中的优秀企业。但股票购买者随时准备抛售——特别是股价高于内在价值时。毕竟，当市场上有成千上万只价值被低估的潜力股等待购买时，股票购买者没有理由抱持一只价值被高估的股票不放。

## **第6节：关键在于是否有操控权(1)**

关键在于是否有操控权

当巴菲特要购买企业时，他通常会以伯克希尔的名义收购整家公司。即使他只是购买一家公开上市公司的股票，他也会买足够多以便使伯克希尔成为这家公司的最大股东。一旦伯克希尔开始投资，就一定会引起世人关注。

伯克希尔收购了整个企业后，它就对企业有绝对的操控权。巴菲特常说他不喜欢干涉优秀管理者的管理情况。实际上，他乐于购买经营良好的企业的原因之一就是 he 不想干预企业的日常经营。他喜欢躲在幕后，让懂得如何经营的人大显身手。但巴菲特和大部分投资者有一个最大的不同，那就是由于他往往是公司的最大股东，所以如果他愿意，他完全可以左右企业的管理决策。如果巴菲特不喜欢该企业的经营方式，他可以进行干预并做出必要调整。如果他认为某个商业计划不达标，他可以做修改补充。如果他对企业管理层失去了信心，他完全可以解雇他们，然后组建一个新的领导班子。所有这些都是一般投资者无法做到的。虽说巴菲特并不常执行他的这些职能，但一旦有必要他这样做的时候，他就会采取积极行动。

## 第7节：关键在于是否有操控权(2)

例如，我将在第六章中讲到，当巴菲特处理他旗下的通用再保险公司（General Re）的问题时就实施了调整策略。为了挽救所罗门公司（Salomon Inc.），他甚至担任了它的首席执行官。伯克希尔在公开上市公司持有大部分股权，使得巴菲特在股东大会上占有举足轻重的地位。事实上，他现在是近12家不同公司的主管。关键是一旦伯克希尔收购了整个公司，或是购买了公司的大部分股票之后，它就对企业决策有了绝对的影响力，这也使巴菲特有权决定企业的资产分配。

有多少投资者可以做到巴菲特这样？你能吗？当你做一项投资时，你是否会像巴菲特那样思考问题？你是否也想控制企业的资产分配决定？你的投资能否使你进入决策层，并在必要时做出调整？如果你的回答是肯定的，那么你就是真正的大富翁，你有能力去购买企业；但如果回答是不，那么你应该意识到你只能做一个股票购买者。

事实上，大部分的投资者都不能做到像伯克希尔和巴菲特那样，他们买不起整个公司，甚至没有足够的资金购买一家公开上市公司足够的股权。你投资100万美元给一家市值为10亿美元的公司，才能购得它1%的股权。而现在，市值为10亿美元的公司只能算是小公司。事实上，就算是有足够财力的投资者也不愿意将资金都花在一家企业上。所以大部分的投资者都没有办法参与使公司收益最大化的资产分配决策。不管你愿不愿意接受，事实就是大部分投资者都不能购买企业，因为他们负担不起。

大部分投资者都是在购买股票。就算他们可以购买价值好几百万的股票，也不代表他们可以出入公司总部，并参与公司的经营决策。他们的投资还不足以使他们在主管层占有一席之地。他们的地位还不如首席执行官的专属邮差。大部分投资者充其量也只能做个跟风的小散户（free riders），这就意味着他们可以购买一家企业的股票，并期

待像巴菲特这样诚实经营的大户可以投资同一家公司。另外，他们也可以直接购买伯克希尔·哈撒韦的股票，让巴菲特直接为他们服务。

## 第8节：关键在于是否有操控权(3)

所以，当你购买股票时，把自己想象成是巴菲特在投资的感觉是很棒的。你可以幻想自己像巴菲特那样真的收购了一家企业。但如果你真的对自己诚实的话，你也会欣然接受自己只是在购买股票的事实。巴菲特提到同时在几家公司中持有大部分股权，会帮你控制投资风险，但这种策略对一般投资者并不适用。就算是那些特别精明的投资者也不行，因为很多投资者甚至连集中充分地投资一家公司的财力都没有。大部分的投资者只能靠分散投资来减小风险。巴菲特意识到了这一点，这就是他为何建议大部分投资者进行广泛分散投资的原因。

巴菲特与企业联姻的想法是正确的，但这并不适合于每个人。大部分投资者没有足够的财力“迎娶”股票，他们只能与之约会。巴菲特可以夸耀说自己从来不考虑退出策略，但一般投资者却不能将自己永远绑在一家企业上——尤其是那些收益颇微的企业。

但所有这些并不是说普通投资者就不能进行长期投资。我们在前面已经分析过长期偏价值型投资是一个很好的策略，它对你和巴菲特同样适用。但就像《福布斯》专栏作家肯·费歇（Ken Fisher）指出的那样，只有巴菲特能成为巴菲特。“不要妄想自己成为菲利普·费歇，或是沃伦·巴菲特，或是彼得·林奇，或者其他任何人。你要做自己……”费歇完全有理由说这些话，他的父亲菲利普·费歇就是对巴菲特影响最大的良师之一。你不是巴菲特，那就不要妄想自己能像巴菲特那样投资。就像肯·费歇说的那样，学着做自己。这意味着作为投资者你要给自己正确的定位。你的目标是什么？你有什么限制？你愿意或者能够承受多大的风险？清楚了解哪种投资策略最适合自己的。在将自己大部分资产投资给一只股票、一家企业或是任何资产类型之前，确保自己很清楚投资的原因以及该用哪种投资策略。

## 第9节：PIPE之梦(1)

### PIPE之梦

还有另外一件事是大部分投资者做不到的。他们不能用私人股权投资已上市公司股份（Private Investment in Public Equity, PIPE）。这是对冲基金（hedge funds）常用的一种很吸引人的投资策略。事实上，美国福瑞兰德全球资本公司（Friedland Global Capital Markets）预测“近年来，没有上千家，也有上百家私募股权基金(private equity funds)或是对冲基金已经成立并用来进行PIPE投资”。伯克希尔·哈撒韦就是一家活跃的PIPE投资公司。

正如其名，PIPE允许大型投资者通过私人交易从一家上市公司购买股票或者与股票关联的证券。这样的安排使得股票发行人节省了时间和金钱。因为它是一种私人交易，所以所要发行的证券就不用提前去美国证券交易委员会(SEC)注册。而且，费用通常也比发行人在一次典型的二次发售中要少得多。PIPE也允许发行人筹集的资金比典型的二次发售需要筹集得少。所以当股票发行公司急需获得一大笔资金时，他们通常会用PIPE这种方法。购买者常常能获得一个很好的折扣价，而且发行人保证很快会去交易委员会注册以使发行的证券变得透明。而注册通常会花6个月或更短的时间，这使得购买者有时间公开转售手中的证券。

PIPE能够以市场折扣价发行普通股，或者也可发行可转换债券（convertible debt）或是可转换优先股（convertible preferred stock）。对于可转换股，购买者可以获得很好的投资收益，并有权将债券转换成普通股，而且转换价格也定得相当合理。转换价格可能是固定的，也可能是可以变换的。比如说，如果发行者的股价下跌了，转换价格可能就会降低，这使得发行者可以储存更多的可转换证券或股票。这样的安排使得购买者可享受双重保护，但也使购买者产生一种背理动机(perverse incentive)，他们通常会通过卖空来压低股票市场价。在

PIPE交易中，购买者也可能会获得一个担保，使他们能够以既定行权价（set exercise price）购买到额外普通股。

## **第10节：PIPE之梦(2)**

PIPE对收购者来说是一件大好事，但是它却不能给发行公司的已有股东带来什么必然的好处。这是因为它可能会造成严重的股权收益稀释（**dilution**）。结果常常是，一旦市场得到一个尚未确定的PIPE提案，发行公司的股价就会立即下跌。的确，对于那些通过卖空股票从即将宣布PIPE方案的公司中获得不正当收益的很多对冲基金，交易委员会都给予了罚金处置。

伯克希尔·哈撒韦已经多次进行了PIPE投资。其中可能最广为人知的就是所罗门公司事件，我们将在第六章中详细了解伯克希尔对所罗门的投资情况。但是，正如詹姆斯·阿图舍(**James Altucher**)引证的那样，所罗门并不是伯克希尔唯一的PIPE投资。其他的还包括，剃须刀制造商吉列（**Gillette**）、木材商冠军国际纸业（**Champion International**）、由伯克希尔的主管瓦尔特·司各特（**Walter Scott**）创立的电信公司第三级通信（**Level 3 Communications**）以及天然气生产商威廉姆斯集团(**Williams Companies**)。其中一些公司在伯克希尔对它们进行初次投资时就运作健康，但有些却已经惹上了麻烦。而这些公司的一个共同之处是他们都偏好被收购。旅行家集团(**Travelers**)，即现在的花旗集团（**Citigroup**）买下了所罗门公司的全部股份；吉列已经被宝洁接管；冠军纸业也已经被国际纸业(**International Paper**)收购。到目前为止，还在独立经营的就只剩下第三级通信和威廉姆斯集团了。

PIPE已经为很多机构投资者(**institutional investors**)带来了极大的利润，伯克希尔同样也受益匪浅。但是对典型的个人投资者来说，他们只能做做PIPE梦罢了。想参与这个市场的个人投资者只能间接地通过投资对冲基金，或者是购买像伯克希尔这样用PIPE获得盈利的公司的股票来达成愿望。

## 第11节：充分了解巴菲特，但要认清现实(1)

充分了解巴菲特，但要认清现实

巴菲特以投资企业而并非购买股票闻名。他坚信所有的投资者都应该这么做。他坚决反对购买股票使用的短期型策略。在很大程度上，他的想法并没有错。很多研究都证明那些一门心思搞短线投资的投资者们通常会自尝苦果。比如说，因交易次数过多，他们付给经纪商的钱比自己赚的还多。不断地变卖资本收益为现金，并不能如他们计划的那样产生丰厚的税前收益，而只能获得中等的税后收益。

对一般投资者来说，他们并不适合与企业联姻的投资策略。相反，分散投资才是他们的首选。跟巴菲特一样，所有投资者都应该足够精明地购买价值被低估的潜力股。但与巴菲特不同，他们应该在股票价值明显被高估之时将它抛售。他们也应该意识到像PIPE这种非典型的投资方式并不适合自己。我们建议投资者学习巴菲特优秀的投资策略，但大家千万要认清哪些策略适合自己，哪些又不适合。

本章要点

- 巴菲特严格区分购买企业和购买股票之间的差异。他认为真正的投资应该是购买企业。用企业收购者的思维方式思考的投资者往往集中大财力投资并承诺长期持股。而股票购买者并不打算对他们的投资做任何承诺。他们很乐意以一个合适的价格卖出手中的股票。巴菲特总是会避免购买股票的想法。除非你的财力能和巴菲特相匹敌，不然你最好还是将自己定位为一个股票购买者，而不是企业购买者。

- 巴菲特在任何情况下都不愿意卖掉旗下的企业。这意味着就算一家公司的价值被高估了，他也不会将它卖掉；而且只要它还能带来一些现金收益，巴菲特就不会卖掉那些表现不好的企业。就算损害了伯克希尔的利益，他也坚持这种策略不改变。尽管巴菲特任何情况下都不情愿出售企业或股票，但一旦股票的价格远远超过了内在价值，

你最好考虑将它卖掉。同样地，千万不要抱持一只总是产生不佳资本收益的股票不放。

## 第12节：充分了解巴菲特，但要认清现实(2)

- 巴菲特一旦以伯克希尔的名义进行投资，他总会收购整个企业。每当出手购买公开上市的股票时，伯克希尔总会使自己变成最大的股东之一。这种集中型投资策略使巴菲特在企业中总是有一定的影响力和操控权，这是一般投资者无法做到的。如果你没有巴菲特的商业头脑或无法与他的财力相匹敌，那选择分散投资是控制风险的最好策略。

- 巴菲特喜欢投资那些具有优秀管理层的优质企业。他不喜欢干预公司的日常经营，但一旦有必要保护股东的利益，他一定会及时出面。一般投资者决不可能像他那样影响到公司管理决策。

- 用私人股权投资已上市公司股份（PIPE）是另一种巴菲特经常运用，但却不适合一般投资者的投资策略。通过PIPE策略，伯克希尔经常能够获得投资收益好的证券，同时，这个证券还可以以有利的价格转换成普通股的股票。如果你想参与PIPE投资，那就投资像伯克希尔这样的公司或是有专业技术以及能够进入PIPE市场的对冲基金。

## 第13节：无选择权的巴菲特(1)

无选择权的巴菲特

未来伯克希尔的继任者很有可能会经由股票期权获得大量的报酬。

——沃伦·巴菲特，2004

多亏媒体大肆报道了像安然以及世界通信这样的公司丑闻和破产事件，才使得员工股票期权(Employee Stock Options)变成了一个热门话题。实际上，这些丑闻与股票期权没有多大关系，而大多是由于各种会计舞弊导致的。但是投资者和高层决策者逐渐将股票期权视为一种贪婪的象征，这使得高管薪酬（executive compensation）水平肆无忌惮地上升。沃伦·巴菲特是站出来严厉声讨高管薪酬的人物之一。

要想弄清楚这几年首席执行官薪酬的变化，只要比较首席执行官薪酬以及普通员工薪酬之间的差异就行了。詹姆斯·里达（James Reda）是一位高管薪酬以及企业管理顾问，同时也是《薪酬委员会手册》（Compensation Committee Handbook）一书的作者，这是给那些决定大公司首席执行官薪酬的董事们用的一本参考指南。据里达透露，追溯到20世纪70年代，首席执行官的薪酬最多可达到普通员工薪酬的20~25倍。但在21世纪初，他们的薪酬竟疯涨至员工薪酬的400倍，其中大部分原因是由于股票选择权以及其他长期激励政策。

在20世纪90年代股市出现长期牛市，股价大幅上涨的时候，很少有投资者关心首席执行官薪酬问题。只要股价上涨，他们就高兴。但是一旦牛市终结，账面亏损严重时，投资者就会开始注意首席执行官们的报酬。当他们看到即使股价大跌，首席执行官们还是可以获得成百上千万美元的报酬时，他们就会感到无比恼火，就算是那些非营利机构的高管们也不能幸免于难。

纽约证券交易所（当时还属于非营利机构）的前首席执行官理查德·格拉素(Richard Grasso)是“9·11”恐怖袭击事件后重振股市的英雄，

但是当他那高达1.4亿美元的“递延薪酬”（deferred compensation）被披露后，公众愤怒地对其展开了声讨。然而由于股票选择权政策，一些企业高层获得的薪酬甚至比他还要高得多。甚至是那些身陷丑闻被迫辞职的高管，在被扫地出门之后仍然可以带走八九位数的巨额报酬。

在股市繁荣时期，股票期权总免不了被严重滥用。一些公司就像分糖果一样分发股票期权——特别是对顶级的管理者（如首席执行官以及首席财务官）。有些公司则在股价下跌时取消现有的股票期权，而后立即用一个新的较低的行使价格代替——这种行为通常被称为“重新定价”（repricing）。更糟糕的是，有些公司甚至隐瞒真实的授权日（grant date），而选择过去某个股价较低的、对他们更有利的时间代替——这种行为被称为“日期回溯”（backdating）。然而，日期回溯直到股市繁荣终结后很多年才能被发现。尽管一些专家声称期权日期回溯只是另一种支付薪酬的合法形式，但前美国证券交易委员会主席哈维·皮特（Harvey Pitt）还是被指控进行回溯日期公开欺诈（outright fraud）。

## **第14节：无选择权的巴菲特(2)**

一些评论家呼吁完全禁止股票期权，但包括巴菲特在内的另外一些人则坚持强制性将股票期权列为费用才是防止选择权滥用的适当解决之道。大部分公司都没有在收益表中将他们股票期权的隐含成本列为费用，这是因为他们不是必须这么做。追溯到1994年，当美国国会讨论这一问题时，最终决定让公司拥有自己的选择权。企业既可以选择在收益表中将员工股票期权列为费用，也可以简单地将股票期权的预期价值放在财务报表的脚注里。因为股票期权费用化会减少盈余，那我们就不难理解那些首席执行官以及首席财务官们会做何种选择了。

为了弄清这一错综复杂的问题，我们必须首先了解股票期权到底是什么。其实股票期权只是一种权利而已。具体讲，它是给予所有者在一定期限内以一种事先约定的价格购买公司股票的权利。股票期权可以在期权交易所参与交易，任何投资者都可以对其任意买卖。但员工股票期权不可以参与交易，它们被授予特定个人并且所有权不具有可转移性，而且它们的有效期限也要比交易所买卖的期权长很多，一般会长达10年之久也只不过期。

每个人都知道股票期权在发放的时候是有价值的，但是当决定它的具体价值时往往会遇到一些问题。这是因为，没有人知道公司的股价是否会上涨或者上涨多少，而且就算可以克服这种估价障碍，何时将期权费用化也会引发争议。

## 第15节：股票期权值多少(1)

### 股票期权值多少

几十年前，费希尔·布莱克(Fischer Black)、迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)以及罗伯特·默顿(Robert Merton)这3位学者试图找出计算股票期权价值的方法。当然，那些交易所买卖期权的市价可以直接被看到，它是最后一个买者愿意付或者最后一个卖者愿意出的价格。然而这3位经济学家想弄清的是股票期权的理论价格。他们的研究需要具备很高的数学水平。令人们惊叹的是，他们从物理学的传热准则方程式(heat-exchange equation)中推导出了一种可以计算股票期权的方程式，即布莱克-斯科尔斯期权定价模型(Black-Scholes option pricing model)，用它可以完美地估算出频繁交易的股票期权的当前价值。

然而，像布莱克-斯科尔斯期权定价模型这样的理论定价模型，很难对有效期很长的非交易性员工股票期权进行估计。而且布莱克-斯科尔斯期权定价模型需要用到一种衡量波动的量，即当期标准差(instantaneous standard deviation)。这种波动很难把握，更别提用它来进行估算了。其实，一些批评者经常会指控一些企业为了最小化期权衍生价格(derived value)以及它对盈余造成的影响，而蓄意压低当期标准差的估算量。

企业每年都会在向美国证券交易所提供的Form 10-K年度报告中，提供它们的员工股票期权计算值，并且会说明这一数据的计算过程。这些说明通常都是绕来绕去，非常之复杂，很容易让人混淆。比如说，霍尼韦尔(Honeywell)的10-K报告中可能会包括布莱克-斯科尔斯期权定价模型、隐含波动性、蒙特卡罗模拟(Monte Carlo simulation)以及美国政府公债殖利率曲线(the U.S. Treasury Yield Curve)。但不止是霍尼韦尔一家企业这样，所有发行员工股票期权的大型公司的10-K报告中，都会出现这样的说明。

关键的问题是，对员工股票期权进行估价真的是太难了。尽管估算出一个精确的价格几乎是不可能的，但巴菲特2002年发表在《华盛顿邮报》上的一篇文章中指出，尽管估算员工股票期权的价值很难，但并不是说不能做出一个合理的估价。他说，会计师会对许多事物进行估价，其中包括为折旧之用估算机器的使用寿命。沃伦·巴菲特著，《股票期权与常识》(Stock Options and Common Sense)，《华盛顿邮报》，2002年4月9日，第A18页。

## **第16节：股票期权值多少(2)**

然而，折旧并不是一个恰当的例子。当工厂购进一台机器时，它的价格是一定的。虽然在特定年份的费用不那么确定，但是机器的实际成本是确定的。

对股票期权来说，它的价格都是企业估计出来的。分发股票期权时，对它价格的估算从不具备任何程度的确定性。事实上，股票期权的实际成本在员工多年后对它有购买权时，才能显示出来。如果因为某些原因它一直都没有机会进入交易——比如说，股价一直未上涨——那它就没有价值。

但巴菲特在《华盛顿邮报》上的文章中指出，股票期权是薪酬的一种形式，薪酬是一种支出，而支出费用应该算在收益里面。这是典型的巴菲特逻辑——简单、一针见血并使人信服。然而现实要复杂得多。

我们不妨举这个例子：假如你在一家很有前景的小公司获得了一份工作。你的职位的现行年薪是10万美元。但人事经理以现金流紧张为由，只付给你9万美元的薪酬。为了弥补差额，你可以获得1000股的股票期权，它能以每股20美元的行使价格在当前市场上交易。

多亏巴菲特和他的盟友们在2000年股市崩溃后成功向国会请愿，才使核算规则有所改变。其结果是，现在各公司在分发股票期权时必须对其进行估价，并作为期权支出这一项记录在收益表中。现在再也不能简单地将估算价格缀在财务报表的脚注上了。假设通过布莱克-斯科尔斯期权定价模型或其他理论方法的计算，你现在的雇主分发给你的股票期权每股仅值5美元，那在收益表中公司的这项支出就应该记为5000美元。

## **第17节：股票期权值多少(3)**

现在假设你和其他雇员工作都很努力，使该公司获得了巨大成功，以至于在你上任并接受公司的股票期权几年后，该公司的股价一路飙升至每股100美元。由于你有权利以每股20美元的价格买进股票，所以你可以获得的收益是相当可观的。当你行使期权时，你付给公司2万美元，就可获得1000股普通股。因为股票售价是每股100美元，如果你立即卖掉手中的股票的话，就可以获得10万美元的回报。你的税前利润就是8万美元，足以弥补当初接受这一职位的低薪资。这听起来是桩不错的买卖，不是吗？

但这种方法会伴随很多问题。首先，公司支付了多少钱以及这些股票期权最终花了公司多少钱，二者完全是两码事。股票期权的实际经济成本是股票市场价格与你购买它们时实际花费的差额。公司原本可以以10万美元的价格将这1000股股票在市场上出售，然而，它却以23美元的价格卖给了你。所以，你获得的那8万美元的利润只是公司和其他股东的机会成本。当然，这只是公司对这些年来付给你较低薪酬的弥补而已。

而且就算能获得机会成本，也未必能变成现金成本。如果公司的现金紧张，只能发给你库存股票（Treasury stock），或者未发行但已授权的股票，那事情就会完全颠倒过来。当你行使股票期权时，公司的现金流就会增加2万美元。但是如果公司在以每股20美元的价格将它分发给你之前，必须以每股100美元的价格从公开市场上收购，那公司实际上就有8万美元的现金流出。无论如何，只要股价大幅上涨，公司对当下发行的股票期权的估价都会低于它们的实际成本。

## **第18节：股票期权值多少(4)**

如果股票期权一直没有被行使，那就会出现完全不同的问题。假设你在由于某些原因而没有行使股票期权之前就辞职了，或者你仍然任职，但是由于公司业绩衰退，而使股价下跌了，那你的期权就会因到期而变得一文不值。就算在分发这些期权给你时，公司支出了5000美元，这些期权对公司来说也是一文不值。实际上，由于你同意接受每年9万美元而非10万美元的年薪，使公司每年节省了1万美元。但是按照现在的核算规则，公司是不能撤销那5000美元的费用的。在这样的情况下，公司的支出就夸大了股票期权的实际成本。

讽刺的是，一旦股价下跌，股票期权的实际成本就会少于它的实际支出。但是一旦股价上涨，它的实际成本就会远远大于实际支出。如果股价上涨，所有股东都会获利——不止是获得股票期权的雇员。

真正让投资者们耿耿于怀的是，那些高管往往在股价上涨时行使他们的股票期权，然后在股价下跌之前将它们卖出。这是20世纪90年代到21世纪初期股市由牛转熊时，他们惯用的方法。也有一些人彻底反对股票期权的使用，因为他们认为它会鼓励高管们操纵股价，或者实施风险很高的计划。比如说，一些高管可能会为了使他们的股票期权值钱，而故意隐瞒坏消息。或者他们会在账上要花招，人为地抬高股价——直到他们可以行使股票期权，卖掉手中的股票，获得非法收益为止。

## 第19节：真正的问题在于滥用期权(1)

真正的问题在于滥用期权

在上面的例子中，公司支出了5000美元，但我们知道，如果股价攀升至每股100美元，那股票期权的实际成本将更高。经济学家伯顿·马尔基尔(Burton Malkiel)和威廉·鲍莫尔(William Baumol)2002年在《华尔街日报》专栏上发表的一篇文章中指出，就算在行使股票期权时将它们支出是正确的，但由于股价涨得越高，收益也就越多，这时这种做法就是错误的。这并不是说马尔基尔和鲍莫尔认同在股票期权的发行当日就将它们支出，他们不是这个意思。他们强调，真正的问题是滥用股票期权，而这一问题靠支出期权是解决不了的。他们担心支出股票期权会鼓励滥用。马尔基尔和鲍莫尔建议使用恰当的以业绩为基础的股票期权。

同样，企业家约翰·多尔(John Doerr)和弗雷德里克·史密斯

(Frederick Smith)在2002年《纽约时报》专栏中发表的一篇文章指出，股票期权不应该被支出。他们解释道，企业已经公布了稀释每股收益(diluted earnings per share)，它是在假设股票期权已经行使的条件下，用净收益除以已发行股票(shares outstanding)得来的。所以，支出期权加上已发行股票的期权属于重复计算，这样一来就错误地记录在了财务报表上。多尔和史密斯还指出，期权支出限制了股票期权的使用，加大了企业寻找人才以及协调雇员和雇主之间利益的难度。

但是，巴菲特对这两个结论都不认同。他坚信期权支出对解决很多与滥用相关的问题很有帮助。他不认为支出期权会阻碍它的使用。但是由于巴菲特对这个问题往往都是直言不讳地发表评论，使得很多投资界人士都认为他轻视了股票期权的作用。很多投资者觉得巴菲特的真正目标是彻底消除对股票期权的使用。他是美国国内最大的一家公司的首席执行官，但他自己从不接受股票期权。而且，媒体几乎没有报道过他对这一问题的正面看法。

然而，事实并不是这样。巴菲特从来都不反对股票期权的使用。实际上，他说过：“由于大众不断地曲解股票期权问题，所以我在这里郑重强调，包括财务会计准则委员会（**Financial Accounting Standards Board**）、一般投资者以及我本人在内，从来就没有人主张限制股票期权的使用。”他还指出：“未来伯克希尔的继任者很有可能会经由股票期权获得大量的报酬。”

## **第20节：真正的问题在于滥用期权(2)**

很多评论者听到这些话都感到很惊讶。实际上，巴菲特认为只要机制合理，股票期权可以变成一种激励薪酬的恰当方式。尽管他反对行权价固定的股票期权的使用，但是他不反对使用那些行权价周期性改变以反映留存收益变化的股票期权。如果行权价是固定的，那企业高管们在股市牛市时，很容易就能获得报酬。但是浮动的行权价就能给那些创造价值的高管们以适当的奖励。

巴菲特同时也认为，应当限制高管们卖出股票的时间。他指出，允许他们通过行使期权购买股票之后立即就卖出是不对的。毕竟，一旦卖出了股票，他们就失去了像所有者那样思考和行动的动力。强制雇员在行使股票期权之后抱持住手中的股票，这听起来完全合乎情理，但现实比想象的要复杂得多，原因是行使期权必须要纳税。如果要限制他们卖股的权利，那只有让美国国税局（IRS）改变一下纳税政策才行。首先，应该将纳税时间延迟到股票真正卖出之后。其次，要将期权行使之后股价出现的任何收益或损失都考虑在内。实际上，很多怀有诚意的员工在21世纪初股价下跌时，都付出了沉重的代价。他们都像巴菲特鼓励的那样，在期权行使之后还抱持着手中的股票。但是股价下跌之后，他们一个个都损失惨重，一些人的纳税金额甚至超过了他们所持股票的价值。

巴菲特对如何建立合理的期权机制的看法是有道理的。我强烈建议公司董事会采纳他的建议，因为这些建议大部分都有利于减少期权滥用现象。但是，股票期权被授予之时就将其支出，这条建议是不合理的。我们在本章前面的内容中提到过，很多专家都确信授权时就支出期权不仅会降低财务报表的准确性，还会阻碍期权的行使。

## **第21节：真正的问题在于滥用期权(3)**

巴菲特指出，用股票期权奖励员工并没有错。它是一种完美而且有效的酬金方式，对协调员工和股东的利益大有帮助。毕竟，员工越是身在其中，就越能像股东那样思考问题，而且会为了公司的成功而更加努力工作，也会用长期而不是短期的眼光去观察股票上涨的情况。

巴菲特抱怨与股票期权相关的滥用也是应该的。肆无忌惮地授予高管们期权，在股价下跌之后对期权进行重新定价，为了得到更高的行权价而回溯日期以及由于不透明化引发的一系列滥用现象都是不对的。有些甚至是违法的。

巴菲特也批判了另一种人们经常忽视的滥用方式：股票回购(share buybacks/repurchases)。对很多喜欢股票回购的投资者来说，这一论调对他们无疑是当头棒喝。一般来说，巴菲特认为当经理人不能找到一项价值最大化的投资项目时，企业应该返还现款给股东。返还现款给投资者的方法是分红或者股票回购。当管理者确信股票的卖价低于其内在价值时，进行股票回购是一种很好的方法。然而巴菲特警告说，员工股票期权薪酬制给高管们一种错觉，即在股价被高估时，他们仍然认为股票回购是一种好方法。这是因为通过减少已发行股票的数量以及增加每股收益，进行股票回购会极度抬高股价。通过股票回购，高管们实际上能够抬高他们的股票期权价值。

但是巴菲特对股票期权使用次数所造成的影响的看法是错误的。实际上，正像很多经济学家指出的那样，在监管者要求期权支出之后，企业马上就会发行较少的股票期权。毫无疑问，很多评论者对这一结果都会拍手称道，但其实这是不应该的。对那些大型的利润高的公司来说，支出期权并不是什么大不了的事，他们最多从财务报表中将每股股价降低几美分。而且，大公司可以用其他方式支付员工薪酬，比如，付给员工更多现金和较少的股票期权，这些他们完全负担

得起。但是，对小公司来说，支出期权就会出现問題。特别是对那些刚起步、尚未盈利并且几乎没有现金流的小公司，这更是一个大問題。过去的小公司强烈依赖股票期权吸引并留住那些有才能的员工。但是现在，由于期权必须支出，小公司想吸引有才能的员工就难上加难了。

到目前为止，这一问题尚无定论。强制股票期权支出似乎可以减少滥用现象，但是它也让用期权支付薪酬的方式变得不那么常见了。现在，大小公司都在寻找能够激励并补偿员工的新方法。只有时间可以证明一切，看期权支出到底是那些支持者口中的万能药，还是扼杀全美大部分革新企业家的狗皮膏药。

## 第22节：真正的问题在于滥用期权(4)

### 本章要点

- 高管薪酬过高现象已经成为一个热门话题。首席执行官以及其他高层管理人员的巨额薪酬都来自于股票期权以及其他激励方式。要想知道任何公开上市公司的高管的薪酬，请上美国证券交易委员会的网站[www.Sec.gov](http://www.Sec.gov)，并查找Form DEF 14A这一项。它可以避免你错误地投资那些支付过高薪酬给高管的公司。

- 用布莱克-斯科尔斯期权定价模型可以完美地估算出频繁交易的股票期权的当前价值。但它很难对有效期很长的非交易性员工股票期权进行估价。虽然有不足，但这个模型通常就是被用于估算前一种股票期权的价值，所以还是有一定作用的。查看美国证券交易委员会的10-K这一项，找出所要投资的公司的股票期权价值，并弄清它是用什么方法进行估算的。如果一家公司的季度期权相关支出仅达到每股几美分的话，千万不要对它进行投资。

- 经过.com泡沫的“洗礼”之后，巴菲特和他的盟友们成功向国会请愿，要求在授权时支出股票期权。巴菲特希望这项要求可以防止股票期权的滥用。的确，近年来与期权相关的薪酬滥用现象明显减少了。但是作为交换，股票期权的使用次数变得越来越少了。这一趋势使那些现金流量少的刚起步的小公司越来越难以吸引有才能的员工。新的核算规则要求支出股票期权，这使那些资本雄厚的大型公司比刚起步的小型公司具有明显优势。鉴于此，请考虑在你的投资组合中增加大型股。

- 现在的公司发行的股票期权越来越少，但这并非巴菲特的本意。实际上，巴菲特确信只要机制得当，股票期权是奖励高层管理者的相对完美的方法。而且他主张对行权股票的出售做适当的限制。寻找那些股票期权行权价具有浮动性以及制定了恰当奖励高管方法的公

司。还有那些对行权股票的出售做适当限制的公司也可以归入您的考虑范围内。

## **第23节：请为我们提供盈利指导(1)**

请为我们提供盈利指导

基于我们的研究证明，恕我们不能赞同那种强烈要求公司撤销季度盈利指导的建议。

——乔尔·休斯敦、柏鲁克·列维、詹尼·塔克，2007

在第四章中我们了解到，巴菲特公开表示拒绝以任何危害伯克希尔的财务业绩为代价而出售旗下优质企业的行为。在第九章中，巴菲特又提出他反对低税收，理由是所谓的富人没有为维护投资者的最大利益而努力。在这一章中，我们会发现巴菲特还反对盈利指导。实际上，他鼓励伯克希尔投资组合里的多家企业都停止提供盈利指导，其中包括可口可乐、《华盛顿邮报》以及吉列。巴菲特此举又是一个会危害投资者利益的例子。

盈利指导是指导投资者以及分析师分析在未来报表周期中企业盈利多少的管理办法。它通常通过电话会议或是发布新闻来传达给外界。多年以来，巴菲特越来越坚信盈利指导是一个错误的做法。他认为盈利指导不恰当地鼓励了管理者以及投资者关注短期利益而忽视了长期收益。与其提供特定的盈利指导，巴菲特和他的追随者认为企业应该提供更多业务细节、业内重要的关键指标，以及披露更多有关公司长期策略的信息。

## **第24节：请为我们提供盈利指导(2)**

为了真正理解盈利指导为何如此受争议的原因，我们必须首先了解美国企业的盈利情况如何上报。美国证券交易所要求每家公开上市的公司申报一个季度盈利报表，称为**10-Q**。除此之外，企业还要申报年度盈利报表，叫做**10-K**。这些年度申报材料必须经过会计事务所审查，但是季度申报材料则不需要接受审计。这些报告的作用是为股东（即所有者）提供企业经营情况的相关信息。**10-K**需要接受审查，所以股东们可以确信公司的管理层不是简单地虚构数据而已。

企业必须申报实际盈利情况，但是并未被要求一定要提供将来的盈利指导。换句话说，管理层必须为投资者提供企业过去的实际盈利信息，但是他们没有义务告诉你公司将来的盈利状况。然而，很多企业常常通过提供特定的盈利计划而自愿发布将来的预期盈利。他们这么做的原因各不相同，但是最终都归结为一个理由：投资者需要这些信息。这也是很多企业在美国证券交易所要求提供季度财务报表之前就自愿发布这些信息的原因。

如果一家公司在刚过去的这一季度中盈利了不少，这的确是一件再好不过的事情。但是投资者真正想知道的是未来的预期情况。毕竟，一只股票的价格不能准确反映未来的状况。而过去则不同，过去已经变成了历史，它或许给我们带来了很多好处，但只有当它能够提供一些关于未来的有用信息时才有意义。而且关键是，过去的结果显示现在的走势会继续还是会发生大反转呢？

现在购买股票的投资者对过去的现金流分配起不到任何作用，而仅对未来现金流分配有意义。这就是投资者想打听未来的盈利情况并确定该对将来报什么希望的原因。但是怀疑论者认为个人投资者并不需要这些信息，真正需要的是分析师以及机构投资者。他们列出了一系列数据证明个人投资者在整个市场中所占的比例日趋减少，而一些机构，包括共同基金、退休基金、保险公司以及对冲基金，才是使股

票和市场交易日益活跃的功臣。他们认为一般投资者要求企业提供盈利指导是荒谬之举。

## **第25节：着眼于长线投资**

这种说法有一定道理，但是并未完全得其要领。其实只有个人投资者才真正需要这些信息，而那些摸爬滚打多年、久经世故的机构投资者反而不需要。但是，机构就代表着个人，每一个投资机构都是由个人投资群体组成。投资者个人直接购买或是通过一项共同基金或者养老基金购买通用电气公司的股票又有什么不同呢？投资者整体的财务状况与通用电气的股票走势是紧密联系的。所以，认为机构以及个人投资者是利益分开的完全不同的两个群体是不对的。

### **着眼于长线投资**

但就算这些批评者不从机构这一点上说事儿，他们也认为盈利指导会不适当地迫使企业高管层关注短期的而非长期的利益。他们指出盈利指导使企业高管变成了收益管理者，而不是业务管理者。他们似乎坚信只要废除盈利指导，管理层就会神奇般地将注意力转移到为股东谋求长期利益，而非关注当前季度的收益情况上。

毫无疑问，着眼于长期型投资的管理会更好一些，片面追求短期盈利的管理层不值得信任。比如说，管理层会轻易削减用于研究和发展的开支，来夸大当前季度的盈余。但是这么做会使下一季度的盈利降低，甚至对以后多年的盈余情况造成不良影响。很明显，这不是一种明智的做法，就算它会造成短期内股价的大幅度跳升。

这种盈余操控的确会造成“达标”压力，但是这种压力并非来源于盈利指导。不论管理层提供盈利指导与否，分析师和投资者都一样会对未来怀有期望。因为美国证券交易委员会要求企业提供季度盈利报表，投资者就会做出季度预期。如果交易委员会要求企业提供月盈利报表，那投资者就会做出每月预期。这是一个不争的事实。

## **第26节：最恨莫过于波动(1)**

既然盈利报告不是投资者做出预期的原因，那反对企业提供这些材料就是毫无意义的。相反，废除盈利指导很可能会使状况变糟。毕竟，来自于管理层的盈利指导是盈余情况的最权威信息来源。这些来自于真正经营你所投资的那家企业的人之手的材料，是弥足珍贵的。没有人比管理者更清楚企业的盈利状况了。废除盈利指导将增加公众的不信任感。

### **最恨莫过于波动**

巴菲特以及其他反对公司提供盈利指导的人，也相信它是对股东有好处的。但最令他们沮丧的是，伴随着企业预期盈利公布而出现的股价大幅波动现象。比如说，一旦企业预期盈利下滑几美分，它的股价就会暴跌，这是很常见的事情。那些喜欢进行长期型投资的反对者认为这种现象很可笑。他们或许是对的。但是他们并没有将它视作好机会而低价购进更多股票，相反，他们试图通过废除盈利指导来消除股价波动。然而，并没有十足的证据证明撤销盈利指导就能消除股价波动。如果真那样的话，废除季度盈余报表是最有效不过的办法。但是，没有人会建议这么做。

公布日期波动在2000年10月之前，对个人投资者来说是个灾难。在那之后企业通常将个人投资者排除在电话会议成员之外。他们通常会在公布季度盈余这样重要的事情的时候，才进行电话会议。在开会期间，他们也会提供收入和盈余指导。美国证券交易委员会自此便开始接到被排除在外的投资者的电话，向他们抱怨这种选择性透露方式。委员会也注意到在电话会议进行期间股价常常会升高或是下跌。这是因为那些提前在私下里获得材料信息的人，企图在大众得知这一消息之前执行交易或者推掉重要客户的业务。

## **第27节：最恨莫过于波动(2)**

为了公平起见，美国证券交易委员会颁布了公平披露信息法规（Regulation Fair Disclosure/Reg FD），强制企业公平并及时地发布非公开性材料信息。这类信息必须及时地公布给每一个人。企业再也不能只发布信息给特定的分析师或投资者。大部分企业现在都是进行网上电话会议，在会议进行期间每个人都能通过网络收听会议内容，每个投资者都能跟专业投资人同时获得同样的信息，而且你甚至不用是公司里的股东。尽管相关部门允许企业跟分析师和机构投资者进行一对一的碰面，但是不得向他们透露任何重大的非公开信息。如果因为疏忽而发生这样的事，他们必须将同样的信息进行公开发布，并在24小时内向美国证券交易委员会申报。

尽管公平披露法规使所有投资者都能在同一时间获得信息，但股价在盈余指导发布时还是会出现波动。就算是撤销盈利指导，这种情况同样不可避免。而且，如果管理层停止提供盈利指导，一些分析师很可能就会停止覆盖股票。对于像可口可乐这样的大公司来说这可能算不了什么，但是小规模的公司却难以承受。对小公司来说，减少覆盖范围将减少股利，这将增加公司的资本成本。对于那些在企业提供了盈利指导之后，仍然继续进行股票覆盖的分析师来说，他们的工作意义是什么呢？有一点可以肯定，他们不会停止盈余估计，这是他们工作的一个重要部分。想象一下如果一个分析师做了一份研究报告而里面没有关于盈余的内容，那投资者会做何反应。分析师做盈余估计是因为投资者的需要。但是如果企业停止提供盈利指导，分析师的估计很可能就会出现错误。即便是现在，都已经有很多投资者抱怨说，分析师做的盈余估计与实际盈余的差距实在很大。可以想象如果公司不提供盈利指导，那这种差距会变得更大。

## **第28节：用事实说话(1)**

而且即使停止提供盈利指导，企业内部还是会进行盈余估计。所有经营良好的企业都会做短期预算。他们必须对未来几周、几个月、几个季度的收入以及支出情况做出估计。就算不提供盈利指导给投资者，他们还是会为了自己进行盈余以及现金流的预估。仅有的区别就是这一结果不会向外界公布。这其实并不是一个好点子，因为公布给市场的信息越少，不确定性就越大，而不确定性又会造成更高的风险。投资者只会以较低价格购买那些从不提供盈利指导的公司的股票。这将不可避免地给企业带来较高的资本成本。

### **用事实说话**

你可能会认为上面所陈述的观点都是个人一相情愿的臆测。但请好好想想，其实有大量的证据都证明撤销盈利指导是弊大于利的。华盛顿大学的一项研究检验了2000~2006年之间，96家正式宣布停止提供盈利指导的公司的运营状况。研究结果使每一位关注此事的投资者都大吃一惊。废除盈利指导会使股东们的利益大受损失。

批评者通常会认为有统计学意义的结果并不具有经济学意义。所以我在这里提供另一项证据：一般情况下，一家市值100亿美元的公司会在公布不再提供盈利指导后的仅仅三天内损失约达4.8亿美元。如此令人信服的经济证据令人不容置疑。

而且这仅仅是个开端。事实证明终止盈利指导的公司在接下来的一年将会损失得更多。另外，分析师的盈余估计将变得更加的不准确。跟之前的推测一样，分析师对终止盈利指导的公司的平均盈余预估跟它的实际盈余相比，二者之间的差距是越来越大。

## **第29节：用事实说话(2)**

此项研究的作者认为，撤销盈利指导是管理者对未来现金流量不自信的表现。但实际上二者并无必然联系。很多公司之所以停止盈利指导，是因为他们确信对盈余预估进行保密会避免它带来的很多麻烦。

另一项研究是出自于纽约大学和加利福尼亚大学，他们检验了停止以及恢复盈利指导对公司造成的影响。这项研究的作者们追踪研究了2002~2005年间222家停止盈利指导的公司的运营状况，其中26家公开发布了终止指导的声明，而另外196家则没有公开。这些公司经历了特别的艰难时期。他们停止提供指导的原因是业绩不佳，而并非认为这样会对股东有好处。有趣的是，研究者还发现很多公司在业绩好转之后又恢复了盈利指导。

而且这项研究的作者们发现，分析师对这些停止提供盈利指导的公司的股票覆盖范围确实缩小了，这就是为何尽管面临来自于像美国商会（U.S. Chamber of Commerce）这样的机构的不断压力，这些公司还是甘愿放弃盈利指导。研究还发现，在盈利指导停止后，分析师的盈余估计就变得比较不准确了。而且与普遍观点相左，他们还发现停止提供盈利指导的公司也不会提供其他信息。基本上说，指导越少，信息越少。可能最令人不安的是，这些停止指导的公司并没有采取积极措施增加长期收益。例如，他们并未在研究与发展上增加支出或是投资。研究者总结：“基于我们的研究证明，恕我们不能赞同那种强烈要求公司撤销季度盈利指导的建议。”通过诸如以上的一些严格和全面的分析研究，我们很难发现停止提供盈利指导的任何好处。

## **第30节：伯克希尔无指导(1)**

### 伯克希尔无指导

沃伦·巴菲特是一位以股东利益为首位而闻名的成功的投资者。所以当他对某个项目怀有浓厚兴趣并有独特见解的时候，他的追随者们往往就以他为中心。没有人想要反对巴菲特。由于巴菲特不喜欢盈利指导，所以业界的其他投资者也都跟风反对。

伯克希尔从不为投资者提供盈利指导，而且伯克希尔的股东们也对这一安排毫无异议。毕竟当有一个“股神”经营自己的公司的时候，还去考虑什么盈利指导呢？伯克希尔的股东们不需要盈利指导，因为他们信任巴菲特。巴菲特也说服了伯克希尔投资组合中的一些公开上市公司停止提供盈利指导。这些公司的直接投资者们也都心安理得。他们因与伯克希尔拥有同一家公司的股票而感到很保险。但是并不是每家公司都有一个“巴菲特”，他们也不是靠巴菲特而获利的。仅仅因为无指导政策在伯克希尔以及它麾下的公司反响很好，并不意味着每家公司都可以这么做。

为了充分说明巴菲特的神奇威力，我们来比较一下AT&T商务服务公司以及可口可乐这两家公司所遭遇的不同经历。当AT&T在2003年1月23日当天股市收盘后公布撤销盈利指导之后，股价就开始暴跌。第二天股市收盘时该公司的股价已经下跌了19%，即每股下跌了4.83美元。但是早在一个月前可口可乐也发表了同样的声明，不同的是它的股票走势良好。在接下来的两个交易日内，可口可乐的股票仅下跌了2%，即每股下跌了93美分。当然，当时两家公司存在着众多不同之处，每项差异都可能造成股价走势的巨大不同。但你可千万别忽略了最关键的一点差别。那就是当可口可乐宣布停止提供盈利指导时，巴菲特就坐在该公司的董事会桌旁。然而，AT&T却没有给他们的股东上“巴菲特险”。

## **第31节：伯克希尔无指导(2)**

经验证据已经说明得一清二楚了，鼓励企业终止盈利指导并非明智之举。一旦撤销盈利指导，股东们的财产就会遭受重大损害，几乎没有分析师继续覆盖该公司的股票，平均盈余预估也变得不准确。再则，停止提供盈利指导的公司也没有提供有关长期盈利计划的任何信息，更没有证据证明他们增加了最大化长期价值的投资项目。业务广泛的大型公司或许可以顶住终止盈利指导的压力，但是小型公司却只能为此付出沉重的代价。

也许最令人感到头痛的，是那些认为只是鼓励企业停止提供盈利指导还不够的人。他们认为相关机构应该颁布禁令。但是在这个企业丑闻迭起的时代，管理部门会尽全力要求企业透露更多信息，而不是禁止。禁止企业提供盈利指导与强制提供二者都是偏激的做法。其实提供与否的决定权应该交给企业。就算经验证据证明提供盈利指导对股东们更有利，但还是有坚持己见者特立独行。比如说，他们有理由害怕提供特定的盈余指导会泄密给竞争者。当然，如果投资者不同意管理层的决定，他们就会通过抛售股票以及压低股价来表示抗议。禁止或者强令与其说是帮助股东，不如说是害了他们。

### **本章要点**

- 巴菲特认为，盈利指导不恰当地鼓励了管理者以及投资者关注短期利益而忽视了长期收益，并使企业高管更关注于收益，而不把心思放在业务上。但是，提供盈利指导与否并不能左右投资者进行盈余预估的想法。众人将原因归咎于美国证券交易委员会，因为它强制企业申报季度盈利报表。就算是企业终止了盈利指导，投资者还是会做季度盈余预估。不要投资那些拒绝提供盈利指导的公司，特别是也不提供能够帮助投资者了解企业未来运营计划的其他各种特定信息的公司。

●大部分人反对企业提供盈利指导的原因是，伴随着企业预期盈利公布会出现股价大幅波动现象。一旦企业预期盈利下滑几美分，它的股价就会暴跌。如果你真的认为将股价下跌归咎于盈利指导是不合理的，那你就可以趁机低价收购大量的股票。

●不论是从统计学，还是从经济学的角度，研究者都证明了撤销盈利指导将给股东造成巨大的财产损失。而且问题也会随之而来，分析师不愿再覆盖公司的股票，做出的平均盈余估计也会越来越不准确。再则，没有证据证明这些公司是否增加了长期收益价值计划。如果你认为你所投资的公司有废除盈利指导的倾向，请考虑立即抛售手中的股票。除非你确定该公司的业绩状况会改善，不然不要再买股票。

●一些公司终止盈利指导后股价大跌，但另外一些公司则没受多大影响。最关键的不同在于该公司是否拥有可靠的管理层。如果你进行的是长期投资，那企业管理层的可信度非常重要。每家公司都会遭遇低潮，但是有信誉的管理者会克服困难，将企业重新带回轨道，即使他们终止了盈利指导，或是做出了一些不利于短期交易者的决策。

本书精华已连载完毕，谢谢